11. O uso de Instrumentos Derivativos em Fundos de Pensão - II

Sebastião Bergamini Junior (*)

Nesse artigo retomo o tema do uso de instrumentos derivativos na gestão dos investimentos de Fundos de Pensão. O cardápio dos Fundos de Pensão é muito variado em alternativas de investimentos e uma boa gestão pode garantir diversificação abrangente em termos de rentabilidade, risco, liquidez, segurança, prazos de maturação e localização dos empreendimentos. Por envolver ampla gama de ativos diversificados, fica evidente o papel limitado dos derivativos como instrumento para a proteção dos seus investimentos.

Os investimentos dos Fundos de Pensão são classificados em seis segmentos (renda fixa, renda variável, investimentos estruturados, investimentos no exterior, ativos imobiliários e empréstimos e financiamentos a participantes), os quais são objetos de uma Política de Investimentos – PI. Uma nova propensão ao risco para a carteira de investimentos do Fundo de Pensão como um todo é definida por ocasião da revisão anual dessa PI, e tal definição se dá no processo de macro alocação, que estabelece os limites para a quantificação dos investimentos entre os seis possíveis segmentos e, no âmbito de cada segmento, fixa os limites para a alocação entre os diferentes produtos.

A revisão anual da PI estabelece, de forma implícita no referido processo de macro alocação, um novo orçamento de risco, com a definição do volume de recursos em renda variável que o Fundo de Pensão considera ser desejável para o cumprimento de suas obrigações no longo prazo. A divulgação anual da PI revisada entre os participantes constitui obrigação legal e é considerada de grande importância no processo de governança, por representar um “contrato de gestão” dos Administradores dos recursos garantidores com os proprietários dos ativos.

A utilização de instrumentos derivativos por Fundos de Pensão está disciplinada pela Resolução CMN nº 3.792/09, que dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores, destacando-se os dispositivos específicos que regulam os objetivos e as condições para o uso dos derivativos.

O Inciso IX do Artigo 53 veda “manter posições em mercados derivativos, diretamente ou por meio de fundos de investimentos (a) a descoberto; ou (b) que gerem a possibilidade de perda superior ao valor do patrimônio da carteira ou do fundo de investimentos.” O Artigo 44 dispõe que o fundo de pensão “pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições: (i) avaliação prévia dos riscos

envolvidos; (ii) existência de controles internos adequados às suas operações; (iii) registro da operação ou negociação em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros; (iv) atuação de câmaras de compensação e prestadores de serviços de compensação e liquidação como contraparte central garantidora da operação; (v) ...”.

Depreendo da leitura acima que (a) a utilização de derivativos por fundos de pensão tem o objetivo exclusivo de proteger a carteira de títulos mobiliários; (b) o uso de contratos de venda de futuros de índices deve ser precedido por uma avaliação prévia dos riscos envolvidos em concretizar essa proteção; (c) essa avaliação prévia tem a finalidade de registrar formalmente a estratégia de defesa da carteira de ações a ser protegida e o papel dos derivativos no processo; e (d) os controles internos devem estar planejados para registrar, de forma clara e transparente, os resultados da estratégia de defesa, ou seja, do impacto conjunto das medidas adotadas na carteira de ações e na posição de contratos de futuros.

Os contratos de compra de futuros de índice são considerados especulativos no âmbito da gestão dos investimentos dos Fundos de Pensão e seu uso é vedado pela legislação. Portanto, o uso de futuros de índice pelos Fundos de Pensão se dá via aquisição de contratos de venda, na implementação de uma estratégia de defesa de sua carteira de ações (obtenção de *hedge*), considerada a expectativa do gestor de que haverá um processo continuo e persistente de baixa no preço das ações. O processo de baixa deve ser estrutural, na medida em que a estratégia dos Fundos de Pensão privilegia a visão de longo prazo.

A compra de contratos de venda de futuros de índice Bovespa transforma, de forma mandatória por envolver obrigações simétricas, a carteira de renda variável que se tenciona defender em uma carteira de renda fixa de baixa ou nenhuma rentabilidade. Nesse processo, o orçamento de risco definido pela PI será alterado, pois a negociação de contratos de venda de futuros de índices significa vender (no ato da compra do contrato de venda futuro) ou comprar (no ato da venda do contrato de venda) risco adicional, além do planejado na PI. Note que a essência da verdadeira proteção para a carteira de renda variável é obtida somente com a utilização dos contratos de opções de ações, onde a questão do risco adicional inexiste.

A expectativa do gestor de uma baixa geral e persistente no mercado de ações associada à aquisição de contratos de venda de futuros de índice admite duas possibilidades igualmente indesejáveis: caso o gestor erre sua previsão e essa baixa geral e persistente de mercado não ocorra, estará perdida a possibilidade de ganhos no mercado de renda variável, com prejuízos que podem ser significativos; caso o gestor acerte a sua previsão e a baixa se concretize, haverá um ganho medíocre e momentâneo; será medíocre por não se comparar com o ganhos das aplicações planejadas e alocadas no mercado de

renda fixa, e será momentâneo devido ao curto prazo de maturação dos contratos de futuros.

Em síntese, a alegada proteção da carteira não é obtida com o uso de contratos de futuros de índice que, na realidade, constituem instrumento especulativo para comprar ou vender mais risco, com o agravante de que não são reportados com clareza nas demonstrações contábeis intermediarias dos Fundos de Pensão, por serem itens *off-balance.*

Lembro que no exercício de 2006 o desempenho de um dos doze maiores Fundos de Pensão foi afetado negativamente, com repercussões na sua imagem e na de sua Administração de então, pelo uso inadequado de contratos de venda de futuros de índices. Esse desempenho negativo pode ser facilmente evidenciado ao se cotejar as perdas apuradas nas duas pontas, tanto no resultado da carteira de ações existente, que estaria sendo pretensamente defendida, quanto no resultado dos contratos de venda de futuros, pois ambos apresentavam prejuízos. Por falta de supervisão adequada e de controles internos suficientes, o gestor do referido Fundo de Pensão estava utilizando os contratos de futuros para comprar ou vender risco adicional, num movimento descolado da gestão da carteira de ações. A intenção original de realizar *hedge* da carteira de ações fora abandonada em algum momento, sem que as instâncias de governança pudessem atuar de forma tempestiva.

Tenho a opinião de que o uso de contratos de venda futuro de índice não é indicado para os Fundos de Pensão pelos seus vários inconvenientes: não encontra defesa na alegada “proteção da carteira”; consiste, na prática, em comprar ou vender risco adicional; e, pelo motivo anterior, subverte o processo de macro alocação, representando um aumento na volatilidade dos investimentos predefinida na Política de Investimentos. Nesse contexto, considero que a proteção da carteira de renda variável passa, necessária e exclusivamente, pelo uso de derivativos com obrigações assimétricas, ou seja, os Fundos de Pensão devem utilizar somente os contratos de opções de ações para realizar suas operações de proteção.